

## 华钰矿业 (601020.SH)

## 强烈推荐 (首次)

### 金铋新星 兼具成长和价格弹性

铋受益光伏的拉动，晋升能源金属，而供应刚性，供应缺口放大预计带来铋价持续上涨。随着塔铝金业等项目投产达产，公司将切入快速成长期，尤其铋产量逐步提升，将掌握未来3年全球铋矿主要供应增量。公司将迎来量价齐增的投资机会。

□ **公司切入快速扩张期：**目前公司生产型矿山3座：国内扎西康矿山和拉屋矿山，海外塔铝金业康桥奇矿山；同时拥有1个国内采矿权项目和1个海外采矿权项目，目前均处于筹建期；4个详查探矿权项目，其中3个探矿权转采矿权手续正在办理中。去年4月，塔铝金业投产，标志着公司从平稳切入到快速扩张期。包括塔铝金业在内，公司目前有五个开发项目。公司计划三年内保证三个项目投产见效，争取四个项目投产见效。

□ **将控制全球近15%铋金属供应量：**公司坚持将小金属铋资源做成华钰矿业高标识度精品资源。2017年收购塔铝金业50%股权，公司可控资源量达到43.46万金属吨。塔金矿业达产后，年产金2.2吨，1.6万吨铋。随着柯月和塔铝金业达产，公司每年将有2.1万吨金属铋产出，将控制全球近15%铋金属供应量。另外，塔金矿业同样是公司在金矿产量零的突破。埃塞提格雷和贵州亚太达产后，公司年产矿产金将超过6吨。

□ **铋价距离历史高点尚有30%+空间：**全球铋矿供给主要集中于中国、俄罗斯和塔吉克斯坦。铋矿扩产周期长，供给相对刚性。消费受益光伏的拉动。预测全球光伏新增装机在2022年-2025年分别为250/350/420/500GW。光伏玻璃澄清剂用铋需求在2022年-2025年分别为1.80/2.50/2.98/3.48万吨，占比分别为13%/16.6%/19.2%/21.4%。预计未来三年全球铋的供应缺口逐步放大。这需要更高的铋价来解决。去年以来，多数有色品种刷历史新高。铋价目前距离历史高点还有33%的空间，存上涨潜力和补涨空间。

□ **投资建议。**我们测算2022、2023、2024年公司归母净利润分别2.1、4.2、7.8亿元，对应市盈率45、23、12倍。随着塔铝金业逐步达产，柯月探转采后投产，公司的矿产铋将从过去多年的1个主力在产矿山增加到3个，产量逐步提升。同时公司也将控制至少未来三年全球铋供应的主要增量。随着产量的爬升，公司的单位市值对应的产量明显提升，也即价格弹性逐步放大。2024年弹性将明显领先。此外，塔铝金业的投产，标志着公司正式进入矿产金市场，公司正在积极推进贵州亚太和塞尔维亚提格雷，三个金矿达产后，公司将年产矿产金6-7吨。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

□ **风险提示：**在建和拟建项目进展不及预期，新投产项目产量爬坡不及预期；铋、金、铅、锌、银等主要产品价格大幅下跌风险；海外经营风险等、二级市场波动风险、负面舆情和可能因此带来诉讼的风险等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2379	1408	1166	2193	3309
同比增长	57%	-41%	-17%	88%	51%
营业利润(百万元)	52	164	304	615	1327
同比增长	-55%	213%	85%	102%	116%
归母净利润(百万元)	72	151	213	421	781
同比增长	-42%	108%	41%	98%	86%

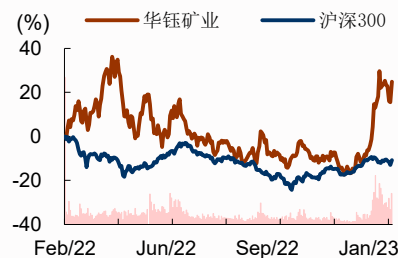
周期/金属及材料  
当前股价：17.22元

#### 基础数据

总股本(万股)	56233
已上市流通股(万股)	56233
总市值(亿元)	97
流通市值(亿元)	97
每股净资产(MRQ)	5.3
ROE(TTM)	4.7
资产负债率	32.8%
主要股东	西藏道衡投资有限公司
主要股东持股比例	16.27%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	26	18	24
相对表现	28	22	37



资料来源：公司数据、招商证券

#### 相关报告

1、《华钰矿业(601020)——金铋新星 兼具成长和价格弹性》2023-02-14

刘文平 S1090517030002  
 liuwenping@cmschina.com.cn  
 刘伟洁 S1090519040002  
 liuweijie@cmschina.com.cn  
 赖如川 研究助理  
 lairuchuan@cmschina.com.cn  
 杜开欣 研究助理  
 dukaixin@cmschina.com.cn

每股收益(元)	0.13	0.27	0.38	0.75	1.39
PE	133.8	64.3	45.5	23.0	12.4
PB	3.8	3.6	3.3	3.0	2.5

资料来源：公司数据、招商证券

## 正文目录

一、公司介绍.....	5
1、聚焦有色金属矿产采选的跨国公司.....	5
2、资产负债率逐步下降 流动性压力逐步缓解.....	6
二、三年内保三争四个矿山投产，公司将切入高速增长期.....	7
1、公司资源总概况.....	7
2、公司将控制 15%的锑供应量.....	9
(1) 扎西康矿区.....	9
(2) 柯月铅多金属矿.....	10
(3) 塔铝金业康桥奇矿山.....	10
3、多个矿产项目齐推进.....	11
(1) 贵州亚太矿业.....	11
(2) 埃塞俄比亚提格雷.....	12
(3) 其他可能资源增量.....	13
三、晋升能源金属，供应刚性消费强劲，继续看涨锑价.....	13
1、 锑价复盘：距历史高点仍存 30%空间.....	13
2、 传统消费以阻燃剂为主，光伏玻璃带来新增需求.....	14
3、 供给相对刚性，需求持续增长，供需缺口逐步扩大.....	15
(1) 供给端.....	15
(2) 需求端.....	15
(3) 供需缺口.....	15
四、盈利预测和估值.....	16
五、风险提示.....	17

## 图表目录

图 1 华钰矿业发展历程.....	5
图 2 公司股权结构图.....	6
图 3 公司营业收入结构（亿元）.....	6
图 4 公司毛利润结构（亿元）.....	6
图 5 2013-2021 主营产品毛利率（%）.....	7

图 6 2011-2022Q3 毛利率和净利率 .....	7
图 7 资产负债率逐步下降 (%) .....	7
图 8 公司矿产金属产量统计和预测 .....	8
图 9 塔铝金业股权结构 .....	11
图 10 锑价历史复盘 .....	14
图 11 锑下游消费结构 .....	14
图 12: 华钰矿业历史 PE Band .....	17
图 13: 华钰矿业历史 PB Band .....	17
表 1: 公司矿山基本情况 .....	8
表 2: 公司矿山资源量统计 (金银单位为吨金属量, 其他为万吨金属量) .....	8
表 3: 公司 9 个矿山, 其中 3 个在产 .....	9
表 4: 公司锑资源量和产能 .....	9
表 5: 塔金未开发情况下储量核实基准日保有资源量 .....	10
表 6: 贵州亚太股权结构 .....	11
表 7: “泥堡矿区”露天境界内与地采范围内资源储量汇总表 .....	12
表 8: 全球锑金属供需平衡表 .....	15
表 9: 公司主要矿产金属产量假设 .....	16
表 10: 主产品价格假设 .....	16
表 11: 可比公司估值对比 (亿元) .....	16
表 12: 主要矿产锑采选公司对比 .....	16
附: 财务预测表 .....	19

## 一、公司介绍

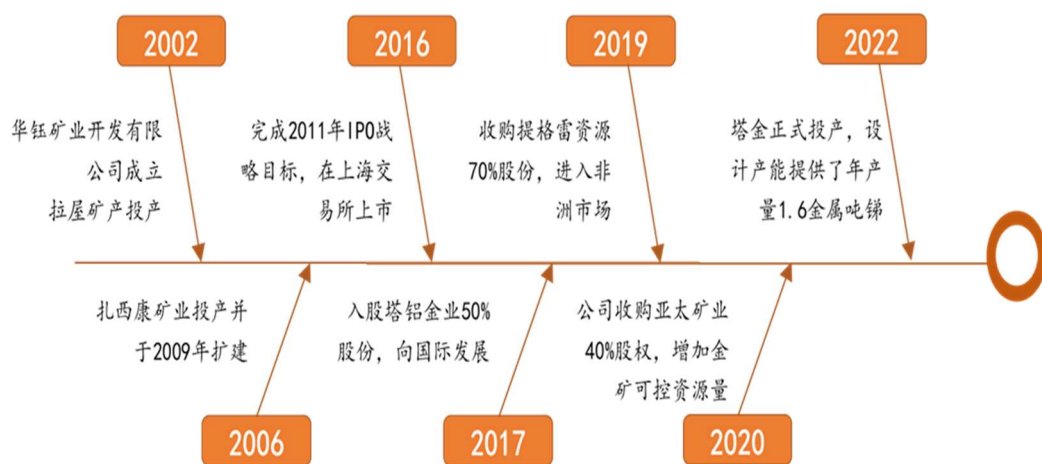
### 1、聚焦有色金属矿产采选的跨国公司

西藏华钰矿业股份有限公司成立于2002年，主要从事有色金属勘探、采矿、选矿及贸易业务，主营产品包括铅、锌、铜、锑、银、黄金等。2016年在沪市主板上市。

2017年12月以来，华钰矿业积极响应“一带一路”倡议，相继成功收购了塔吉克斯坦国有企业“塔铝业”50%权益、埃塞俄比亚提格雷资源私人有限公司70%股权和贵州亚太矿业有限公司40%股权等国内外锑金属和黄金资产，从一家区域公司发展成为一家跨国集团矿业公司。根据战略长远规划，公司将持续立足西藏，面向西部地区寻找蒙古、新疆、云南、贵州等区域的投资机遇，并以现有的海外合作经验实现战略性海外拓展目标，提升公司经营业绩。

目前公司生产型矿山3座：国内扎西康矿山和拉屋矿山，海外塔铝业康桥奇矿山；同时拥有1个国内采矿权项目和1个海外采矿权项目，目前均处于筹建期；4个详查探矿权项目，其中3个探矿权转采矿权手续正在办理中。公司是国内少有的在海拔3500米以上具备矿业开发能力的企业之一。

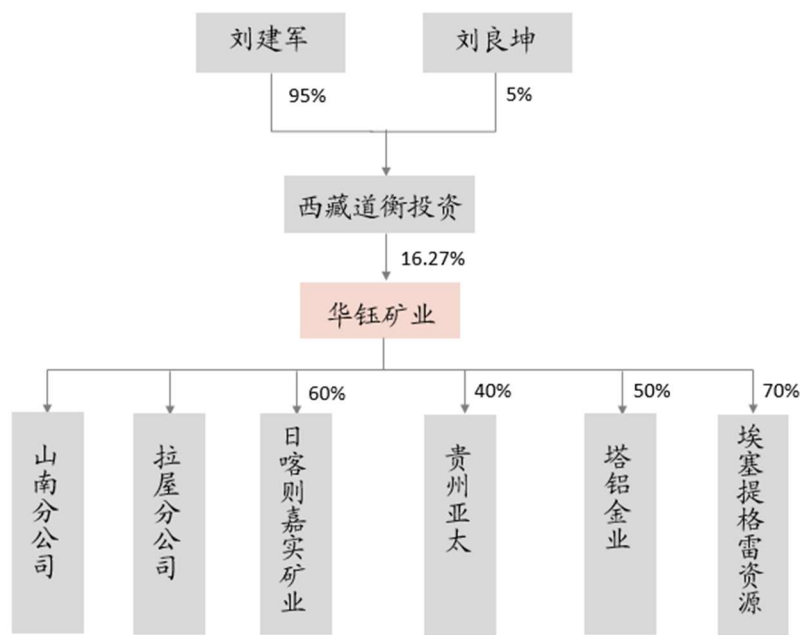
图1 华钰矿业发展历程



资料来源：公司公告、招商证券

实际控制人刘建军通过西藏道衡投资有限公司间接控制公司。董事长刘良坤为刘建军之子。

图 2 公司股权结构图



资料来源：公司公告、招商证券

## 2、资产负债率逐步下降 流动性压力逐步缓解

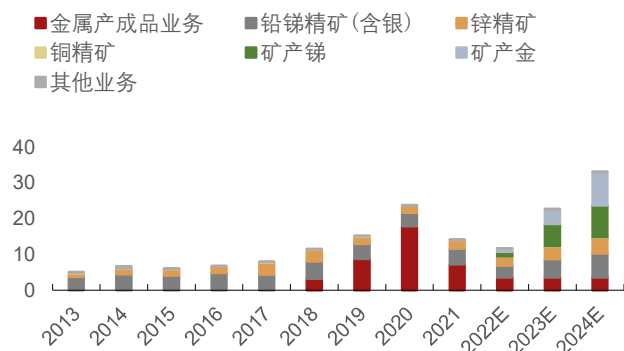
公司上市以来主营业务稳定，主要包括扎西康矿和拉屋矿主产品锌精矿、含银铅锑精矿、铜精矿，以及金属产品贸易业务（金属产成品业务）。

2021 年公司实现营收 14 亿元，同比降低 40.8%，归母公司净利润 1.5 亿元，同比增加 108.13%。主要原因是 2021 年公司调整业务结构，将利润率较低的金属产品贸易业务减少了 40%，除此之外的主要金属采选业务无论是收入或毛利率均稳定上升。

2022 年前三季度，归属于母公司所有者的营业收入达到 5.52 亿，同比减少 48.29%，归母公司所有净利润 1.41 亿，同比减少 7.57%。一方面，公司考虑报告期内有色金属价格不稳定，调整业务结构，减少低利润率的贸易业务量所致（金属产成品业务）；另一方面，因 8 月初西藏爆发疫情，自产品无法外运，影响销售收入所致。预计随着疫情恢复，2022 年 Q4 开始，公司收入和盈利能力将会有明显改善。

随着塔铝金业的康桥奇矿投产，公司主营业务新增矿产金，矿产锑的产量也将明显提升。

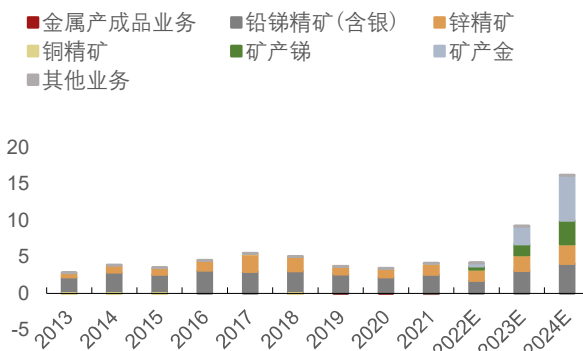
图 3 公司营业收入结构（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

备注，2022 年开始，作者将铅锑精矿中的锑归并到矿产锑中。

图 4 公司毛利润结构（亿元）

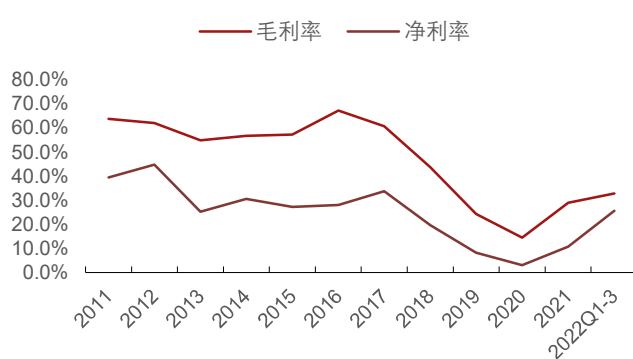
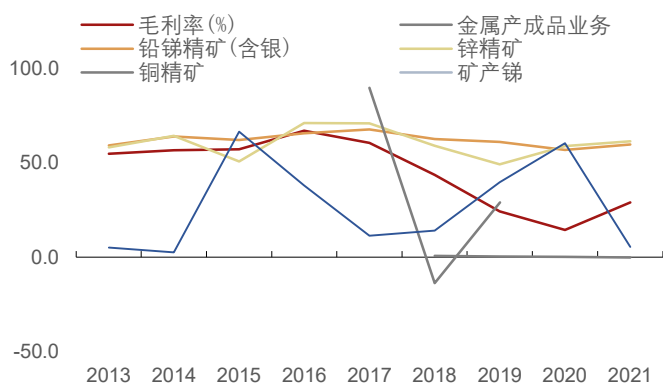


资料来源：公司公告、招商证券

2021 年和 2022 年前三季度毛利率持续回升，也主要因为 2020 年公司低毛利率的贸易业务较大幅度扩张之后收缩。

图 5 2013-2021 主营产品毛利率 (%)

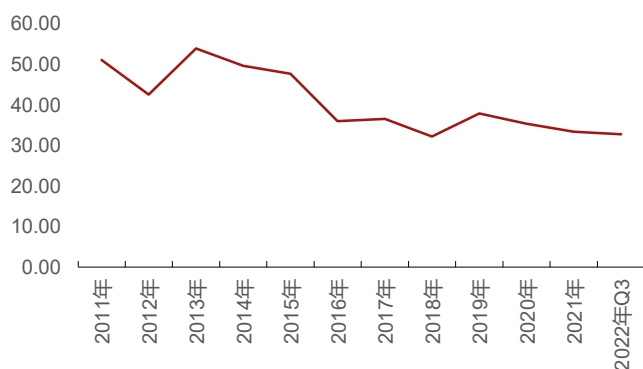
图 6 2011-2022Q3 毛利率和净利率



资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

图 7 资产负债率逐步下降 (%)



资料来源：公司公告、招商证券

以公司 2022 年三季度来看，资产负债率为 32.77%，低于行业平均值，并逐年降低，公司资产状态趋好。同时，公司流动比率增加，偿债能力有所上升。随着塔金项目的投产，公司经营性现金流预计向好，且借款压力减轻。目前公司已成功摘帽，借贷难度也大大降低。

## 二、三年内保三争四个矿山投产，公司将切入高速增长期

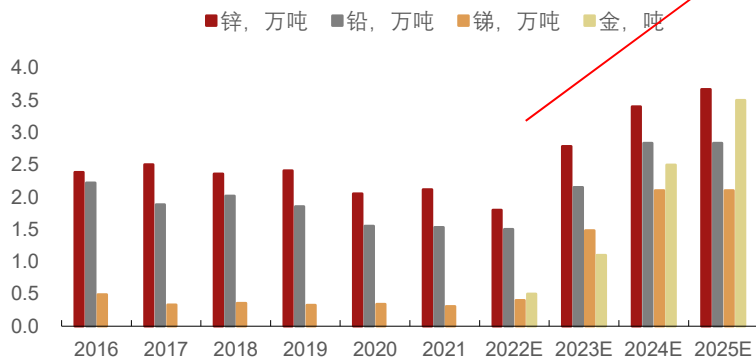
### 1、公司资源总概况

华钰公司扎根西藏，依托扎西康矿山、拉屋矿山，以资源增储为核心，以大中型矿山开发为推进器，打造“百年华钰”一流有色金属采选企业。3 座在产。

2021 年年报公告，公司国内可控制有色金属铅资源量 86 万金属吨、锌资源量 144 万金属吨、锑资源量 17 万金属吨、银 2,427 金属吨、铜资源量 14,628 金属吨。2017 年，公司在海外投资的“塔铝业”合资公司可控资源量锑、金分别达到 26.46 万金属吨、49.90 金属吨，标志着公司破冰海外拓展，并且进入了金矿采选领域。2019 年，公司收购提格雷资源私人有限公司 70% 股权，项目资源量黄金 (Au) 达到 9.475 金属吨。2020 年收购贵州亚太矿业有限公司 40% 股权，可控资源量黄金 59.14 金属吨。

目前公司 9 个矿山，其中三个在产：国内扎西康矿山和拉屋矿山，海外塔铝业康桥奇矿山。其中塔铝业康桥奇矿山是金锑矿，去年 4 月试产，7 月正式生产，今年是产能爬坡年。未来三年，公司工作重点在存量资源项目开发上，把资源优势转化成经济优势。存量项目包括：塔铝业、埃塞提格雷、柯月矿区项目、查个勒以及亚太金矿项目。五个开发项目，保三争四。三年内保证三个项目投产见效，争取四个项目投产见效。随着塔铝业的达产、柯月、提格雷以及贵州泥堡的投产，公司结束了上市以来产量维稳的局面，走上高速增长期。增长尤其以金锑最为亮眼。

图 8 公司矿产金属产量统计和预测



资料来源: 公司公告、招商证券

表 1: 公司矿山基本情况

矿山名称	地址	所属公司	权益	资源量	品位	状态
扎西康铅锌多金属矿山	西藏隆子县	山南分公司扎西康矿山	100%	铅: 41 万吨金属量, 锌: 85 万吨金属量, 铌: 9 万吨金属量, 银: 1661 吨金属量	锌: 3.2% 铅: 1.69% 铌: 0.79% 银: 68.57 克/吨	在产
桑日则铅锌多金属矿	西藏隆子县	山南分公司扎西康矿山	100%	铅: 4268 吨金属量, 锌: 7852 吨金属量, 铌: 1003 吨金属, 银: 10 吨金属量	铅: 1.78% 铌: 3.27% 铌: 0.42% 银: 42.37 克/吨	探矿权普查阶段
柯月铅多金属矿	西藏隆子县	山南分公司扎西康矿山	100%	铅: 20 万吨金属量 锌: 17 万吨金属量, 铌: 8 万吨金属吨, 银: 605 吨金属量	铅: 2.80% 铌: 2.29% 铌: 0.99% 银: 90.23 克/吨	探转采申请中
拉屋矿区铜锌矿	西藏当雄县	拉屋分公司	100%	锌: 6997 吨金属量, 铜: 2737 吨金属量, 银: 4 吨金属量	铜: 1.09% 铌: 2.79% 银: 17.87 克/吨	在产
拉屋矿区铜铅锌矿	西藏当雄县	拉屋分公司	100%	锌: 5 万吨金属量, 铅: 19326 吨金属量, 铜: 11891 吨金属量, 银: 97 吨金属量	铜: 0.63% 铅: 1.02% 铌: 2.78% 银: 51.15 克/吨	探矿权普查阶段
查个勒矿区铜铅锌矿	西藏昂仁县	嘉实矿业	60%	铅: 24 万吨金属量, 锌: 37 万吨金属量, 银: 67 吨金属量	铅: 2.26% 铌: 3.21% 银: 5.76 克/吨	探矿权详查阶段
泥堡金矿	贵州普安县、兴仁县	贵州亚太	40%	黄金 59.14 金属吨	黄金 3.91 克/吨	建设期
康桥奇矿集区	塔吉克斯坦	塔铝金业	50%	黄金 49.90 金属吨, 铌金属量 26.46 万金属吨。	铌:1.15%、黄金 2.17 克/吨;	2022 年 4 月投产
Da Tambuk 和 Mato Bula	埃塞俄比亚	提格雷资源	70%	黄金资源量 11.50 金属吨	黄金: 4.14 克/吨	建设期

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 公司矿山资源量统计 (金银单位为吨金属量, 其他为万吨金属量)

矿山名称	权益	锌	铅	铌	银	金	铜
扎西康铅锌多金属矿山	100%	41	85	9	1661		
桑日则铅锌多金属矿	100%	0.427	0.785	0.1	10		
柯月铅多金属矿	100%	20	17	8	605		
拉屋矿区铜锌矿	100%	0.7	0.274		4		
拉屋矿区铜铅锌矿	100%	5	1.933		97		1.189
查个勒矿区铜铅锌矿	60%	24	37		67		
泥堡金矿	40%					59.14	



矿山名称	权益	锌	铅	锑	银	金	铜
康桥奇矿集区	50%			26.46		49.9	
Da Tambuk 和 Mato Bula	70%					11.5	
合计		91	142	44	2444	121	1
权益合计		82	127	30	2417	57	1

资料来源：公司公告、招商证券

表 3: 公司 9 个矿山, 其中 3 个在产

矿山名称	矿权性质	生产状态	产能规模 (万)
扎西康铅锌多金属矿山	采矿权	在产	60
西藏自治区当雄县拉屋矿区铜锌矿	采矿权	在产	6
塔铝金业康桥奇矿区	采矿权	在产	150
西藏自治区隆子县柯月铅多金属矿	探矿权	办理采矿权证中	40
西藏自治区昂仁县查个勒矿区铅锌矿	探矿权	办理采矿权证中	40
西藏自治区当雄县拉屋矿区铜铅锌矿	探矿权	办理采矿权证中	10
贵州亚太矿业有限公司普安县泥堡金矿 (整合) 采矿权	采矿权	筹建期	100
埃塞俄比亚 Da Tambuk 和 Mato Bula 矿	采矿权	筹建期	30
西藏自治区隆子县桑日则铅锌多金属矿	探矿权	详查探矿	不适用

资料来源：公司公告、招商证券

## 2、公司将控制 15% 的锑供应量

公司坚持将小金属锑资源做成华钰矿业高标识度精品资源。公司国内可控锑资源量 17 万金属吨, 海外投资项目塔铝金业可控锑资源量 26.46 万金属吨, 合计可控资源量为 43.46 万金属吨。待塔铝金业达产后, 届时公司每年会有 2.1 万吨金属锑的产出, 将控制全球近 15% 锑金属供应量, 大大提高公司在锑金属行业板块中的地位, 公司将成为全球重要的锑精矿生产企业之一。

表 4: 公司锑资源量和产能

单位: 金属吨	权益	资源量 (万吨)	满产预计年产量 (万吨)
扎西康矿山	100%	9	0.30
柯月矿山	100%	8	0.20
塔铝金业	50%	26.5	1.60
桑日则矿山	100%	0.1	
合计		43.6	2.10
权益合计		30.3	1.3

资料来源：公司公告、招商证券

### (1) 扎西康矿区

扎西康矿山是塔金投产之前的主力矿山, 上市到 2021 年, 每年贡献公司毛利润的 90% 以上。矿区坐落在北喜马拉雅成矿带上。扎西康矿的主要矿体和含矿构造均延伸到桑日则矿区, 找矿前景优越。矿区海拔高程在 4,600 ~ 5,300 米之间, 矿体主要分布在 4,000 ~ 4,900 米, 最低侵蚀基准面标高 4,050 米。矿区面积为 3.1649 平方公里。矿区地处西藏高海拔地区, 由于受到气候条件影响, 采矿作业时间一般为每年 3 月至 12 月之间。这也是过去公司生产经营季节性波动的主要原因。

2005 年 5 月, 强瑞矿业将该矿权转让给华钰有限。公司于 2006 年开始开发扎西康矿区, 经西藏地勘局批准, 华钰有限于 2007 年 6 月取得西藏国土厅核发的采矿许可证, 并于 2009 年扩建选矿厂。华钰矿业拥有扎西康矿区 100% 的股权。2014 年扎西康矿山基本达到设计产能。

扎西康矿拥有资源量铅 21 万吨金属量, 锌 41 万吨金属量, 锑 6 万吨金属量, 银 881 吨金属量。设计产能和项目核准产能 60 万吨/年左右。年产锌 2.2 万吨, 铅 1.7 万吨, 锑 3000 吨, 银 60 吨。

在税收方面，根据《关于延续西部大开发企业所得税政策的公告》(财政部公告 2020 年第 23 号)，自 2021 年 1 月 1 日至 2030 年 12 月 31 日，对从事《西部地区鼓励类产业目录》产业且主营业务收入占企业收入总额 60% 以上的企业减按 15% 的税率征收所得税，符合第五条所条件的，自 2018 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日可减半征收企业应缴纳的企业所得税中属于地方分享部分。符合第六条所列件的，免征企业所得税地方分享部分。根据上述文件及公司情况，山南分公司实际执行的所得税率为 9%。

## (2) 柯月铅多金属矿

柯月和扎西康同处于西藏山南扎西康铅锌矿整装勘查区。西藏自治区具备有色金属成矿条件优势，且勘探程度低，未来新探明矿产资源储量的前景及潜力巨大。西藏山南扎西康铅锌矿整装勘查区已被国土资源部设立为第二批找矿突破战略行动整装勘查区，勘查区面积 1,807 平方公里。桑日则同样处于该整装勘查区。柯月和扎西康资源禀赋也较为相似，估计未来产品和扎西康同样是锌精矿和含银铅锑矿。

截至 2021 年年报报告期，柯月矿区资源储量为：储量铅 11 万吨金属量，品位 2.80%；储量锌 9 万吨金属量，品位 2.29%；储量银 341 吨金属量，品位 90.23 克/吨；储量锑 4 万吨金属量，品位 0.99%。

目前公司正在积极的推进柯月矿山采矿许可证的办理。2022 年中报显示，该项目已经在西藏自治区自然资源厅进入《采矿许可证》办理程序的最后阶段。柯月铅多金属矿规划 40 万吨/年。柯月项目达产后，预计年产锑 0.2 万吨，锌 1.5 万吨，铅 1.1 万吨，银 40 吨左右。

## (3) 塔铝金业康桥奇矿山

2018 年，公司取得塔铝金业 50% 股权。

塔铝金业康桥奇矿山位于塔吉克斯坦，可控资源量锑、金分别达到 26.46 万金属吨、49.90 金属吨，平均品位较高，锑为 1.15%、金为 2.17 克/吨。项目规划年处理矿石量为 150 万吨，年产锑精矿 1.6 万金属吨、金锭 2.2 金属吨。

塔铝金业项目于 2022 年 4 月竣工试生产，7 月正式投产。塔铝金业康桥奇矿山将贡献未来至少三年全球矿产锑的主要增量。

表 5: 塔金未开发情况下储量核实基准日保有资源量

序号	矿石种类	储量级别编 码	矿石量 (万吨)	储量核实基准日保有资源量			
				平均品位		金属量	
				Au 平均品位	Sb 平均品位	Au 金属量 (kg)	Sb 金属量 (吨)
1	锑金矿	332	121.00	3.21	8.86	3,881.00	107,251.50
		333	494.53	2.24	3.18	11,088.13	157,364.50
		小计	615.53	2.43	4.30	14,969.13	264,616.00
2	金矿	332	282.35	2.16		6,086.60	
		333	1,153.93	2.50		28,841.38	
		小计	1,436.28	2.43		34,927.98	
		合计	2,051.81	2.43		49,897.11	264,616.00

资料来源：公司公告、招商证券

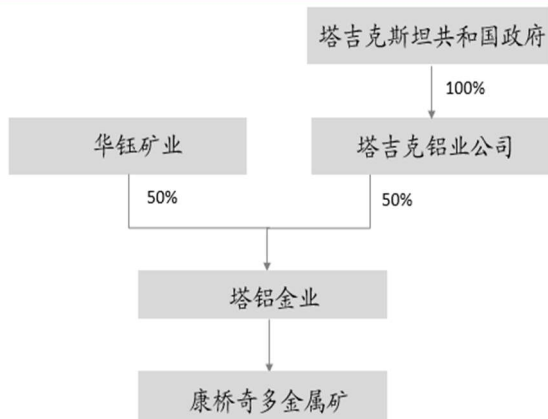
康桥奇矿区保有锑金矿资源量 (332+333) 615.53 万吨，锑金属量 264,616.00 吨，金金属量 14,969.13 千克；金矿资源量 (332+333) 1,436.28 万吨，金金属量 34,927.98 千克。

项目包括斯堪勒锑金矿段地下开采 3,000 吨/天，楚尔波金矿段露天开采 2,000 吨/天，合计 5,000 吨/天，采供矿 150 万吨/年；平均年产黄金 2.2 金属吨、锑 1.6 万金属吨。2022 年目标为全年供矿量 85 万吨，地采 44.7 万吨、露天采 40.3 万吨，全年选矿处理矿石量 85 万吨，生产金 909.78kg，锑 2220 吨。

根据资产评估报告数据，采选锑金矿原矿单位总成本 53.34 美元/吨，原矿单位经营成本 43.55 美元/吨；采选冶解析金矿原矿单位总成本 50.87 美元/吨，原矿单位经营成本 41.08 美元/吨。

根据“塔铝金业”封闭式股份公司资产评估报告书，本项目投资收益概况为：①全部投资财务内部收益率：所得税前 49.11%，所得税后 44.52%。②全部投资财务净现值（I=12%）：所得税前 218,924.21 万元，所得税后 185,051.99 万元。③投资回收期：所得税前 3.89 年（含建设期 2 年），所得税后 4.07 年（含建设期 2 年）。④资本金财务内部收益率：76.85%。项目有较好的经济效益，有较强的抗风险能力及清偿能力，项目建设具有可行性。

图 9 塔铝金业股权结构



资料来源：公司公告、招商证券

塔铝金业另外 50% 由“塔吉克铝业公司”国有独资企业持有。塔吉克铝业是中亚地区最大的铝加工厂和塔吉克斯坦最大的国有企业，在塔吉克斯坦国民经济中发挥很大支撑作用。塔吉克铝业在塔吉克斯坦丰富的矿山开发经验，与政府和行业主管顺畅的关系，是康桥奇顺利开发生产的重要保障。

根据 2013 年 1 月 1 日起执行的《塔吉克斯坦共和国税法》，“塔铝金业”封闭式股份公司从事稀有金属、精金属及其他在塔吉克斯坦共和国生产的金属的供应和出口业务免征增值税。同时塔吉克斯坦共和国政府决定：批准“塔铝金业”封闭式股份公司进口到塔吉克斯坦共和国用于在康桥奇多金属矿山建造采矿和选矿工厂的生产和技术设备及产品免增值税和关税清单。塔吉克斯坦国资委基本同意投资协议中核心内容税收优惠政策，给予七年税收优惠，并承诺给予塔铝金业配套矿权。

### 3、多个矿产项目齐推进

#### (1) 贵州亚太矿业

亚太矿区位于贵州，2020 年公司以 5 亿元的价格向广西地润收购 40% 的股权，成为亚太矿业第一大股东。此外，公司与广西地润签订了《项目合作备忘录》，《备忘录》约定：在项目开发阶段，华钰矿业有权择机继续收购广西地润持有亚太矿业的股权，并且享有同等条件下的优先受让权，以保障华钰矿业最终取得对贵州亚太矿业有限公司绝对控股权，即持股 50% 以上。

表 6：贵州亚太股权结构

序号	股东名称	持股比例 (%)
1	西藏华钰矿业股份有限公司	40
2	广西地润矿业投资有限公司	30
3	广西弘安发展有限公司	24
4	贵州省地质矿产资源开发股份有限公司	6
	合计	100

资料来源：公司公告、招商证券

目前，亚太矿业拥有一宗采矿权，即贵州亚太矿业有限公司普安县泥堡金矿采矿权，于 2051 年到期；一宗探矿权，即贵州省兴仁县泥堡南金矿详查探矿权。贵州泥堡金矿区处于贵州贞丰—普安—兴仁世界级重要金矿成矿带上，该区域目前已发现资源超过 400 吨黄金，属中国地质协会 2015 年度 10 大地质找矿成果。目前该区域拥有水银洞、烂泥沟、泥堡金矿区等十余处超大型、大型、中型矿床。贵州泥堡金矿区具有良好的找矿前景，具有进一步增加资源储量的可能。

在资源储量方面，2019 年贵州亚太矿业有限公司资产评估报告中使用的资源参数为：评估范围内保有矿石量 1436.75 万吨，金金属量 59144.30kg，金平均品位 4.12g/t，其中：氧化矿 193.93 万吨，金金属量 2248.45kg，金平均品位 1.16g/t；原生矿 1242.82 万吨，金金属量 56895.85kg，金平均品位 4.58g/t。公司收购亚太矿业股权是实现稀贵金属拓展战略目标，进一步增加优质黄金资源储量，提升综合盈利能力，实现可持续发展的举措。

泥堡金矿开采方式为露天+地下开采。根据“可行性研究报告”，设计矿山生产规模为 99 万吨/年（3000t/d），其中：露天开采 19.80 万吨/年（600t/d），地下开采 79.20 万吨/年（2400t/d）。正常达产年份产量露天开采合质金含金（98%）产量 804.33kg，地下开采合质金含金（98%）产量 2,992.29kg，合计年产黄金 3.8 吨。地下开采采冶单位总成本费用为 463.22 元/吨，采冶单位经营成本为 431.19 元/吨；露天开采采冶单位总成本费用为 397.37 元/吨，采冶单位经营成本为 341.84 元/吨。

表 7：“泥堡矿区”露天境界内与地采范围内资源储量汇总表

范围	矿石类型	资源储量类型	矿石量（万吨）	Au 平均品位（g/t）	金属量（Kg）
露天境界内	原生矿	111b+331	19.67	6.77	1330.71
		122b+332	127.71	4.68	5974.65
		333	66.78	4.60	3068.76
		合计	214.16	4.84	10374.12
地采范围内	原生矿	111b+331	93.25	4.89	4556.53
		122b+332	462.05	4.42	20410.12
		333	473.36	4.55	21555.08
		合计	1028.66	4.52	46521.73
总计	原生矿	111b+331	112.92	5.21	5887.24
		122b+332	589.76	4.47	26384.77
		333	540.14	4.56	24623.84
		总计	1242.82	4.58	56895.85

资料来源：公司公告、招商证券

泥堡项目各项开发建设前期工程进展顺利，项目先后完成资源储量核实报告及评审、“三合一”环境影响报告、尾矿库及堆浸场项目备案、社会稳定风险评估、水土保持方案报告、项目用地规划等，其他工作按计划正常推进，待相关手续完成后即可启动项目建设工作。项目建设期 24 个月。不过露天矿基建期只需要 1 年，不排除项目投产分步走，露天矿产出时间更早。

## （2）埃塞俄比亚提格雷

2019 年 6 月 28 日，公司全资子公司丝路资源投资有限公司以 120 万美元对价收购提格雷资源私人有限公司 70% 股权。根据丝路资源与提格雷埃塞俄比亚控股公司签订《有关提格雷资源私人有限公司之合资营合同》约定，提格雷资源私人有限公司发生的，与其所持 DaTambuk 矿和 MatoBula 矿的建设相关的所有直接或间接的、合理的成本、支出、搬迁费用、被收取的费用和花销均由丝路资源承担。

在资源方面，提格雷资源私人有限公司拥有两份矿产使用权证（采矿权证）：DaTambuk 和 MatoBula 使用权证，前者采矿权证到 2025 年，后者到 2031 年。可控黄金资源储量为 9.475 金属吨，金属品位为 4.14 克/吨。

2021 年度，埃塞俄比亚金矿项目受新冠疫情及当地政治环境影响，致使项目未能动工。目前项目各项证照、包括环评工作均已完成并取得西藏华钰矿业股份有限公司 2021 年年度报告了政府批文，矿区附近现拥有简易办公场所。目前政局稳定、战乱平息、疫情影响减弱，项目启动相关建设工作。公司计划未来三年内该项目可以投产见效。公司希

望以埃塞俄比亚项目为契机，加强非洲版块拓展，寻找机会挖掘优质矿产资源项目，以合资、参股、合作、收购等方式进行业务拓展，多渠道增加公司资源储备。

### （3）其他可能资源增量

#### 拉屋矿区：

拉屋采矿和探矿项目坐落在念青唐古拉铅锌银铁多金属成矿带上，公司拥有 100%的股权。它是公司最早的一座矿区以及国内在产两个矿区之一。公司于 2002 年开发拉屋铜锌矿。拉屋铜锌矿区日音拿矿段开采工程 6 万吨/年的开采规模。

2021 年底拉屋铜锌矿储量为：储量铜 2737 吨金属量，年产量 290.71 吨金属量，品位 1.09%；储量锌 6997 吨金属量，品位 2.79%；储量银 4 吨金属量，品位 17.87 克/吨。资源开采剩余时间为 3.2 年。

拉屋铜铅锌矿现在处于探矿权阶段，储量锌 5 万吨金属量，品位 2.78%；储量铅 19326 吨金属量，品位 0.63%；储量铜 11891 吨金属量，品位 0.63%；储量银 97 吨金属量，品位 51.15 克/吨，品位较高。

根据《关于延续西部大开发企业所得税政策的公告》（财政部公告 2020 年第 23 号），自 2021 年 1 月 1 日至 2030 年 12 月 31 日，对从事《西部地区鼓励类产业目录》产业且主营业务收入占企业收入总额 60% 以上的企业减按 15% 的税率征收所得税，符合第五条所条件的，自 2018 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日可减半征收企业应缴纳的企业所得税中属于地方分享部分。符合第六条所列件的，免征企业所得税地方分享部分。根据上述文件及公司情况，拉屋分公司实际执行的所得税率为 9%。

#### 查个勒矿区：

与柯月金属矿相似，也位于西藏，在冈底斯成矿带的西部延长线上，面积 1.83 平方公里。

查个勒铅锌矿环评报告于 2020 年 6 月 22 日获得自治区生态环境厅批复。查个勒进入申报、核准和申请办理采矿证环节。2021 年公司成立专项办理采矿权证小组由董事长亲任组长积极推进采矿证的办理工作。查个勒矿区资源储量为：储量铅 18 万吨金属量，品位 2.26%；储量锌 26 万吨金属量，品位 3.21%；储量银 47 吨金属量，品位 5.76 克/吨。

项目规划开采规模为 40 万吨/年（2000 吨/日），服务年限 17 年（含基建期 2 年），矿区所采矿石直接进入配套选矿厂洗选。选矿厂位于采矿厂西北偏西的山坡上，运距约 1.6 公里；尾矿库位于选矿厂西南方向的一处沟谷内，运距约 2.4 公里，有效库容约 462 万立方米，服务年限 15 年。选矿厂设计规模 40 万吨/年（2000 吨/日），采用浮选工艺，产品规模为铅精矿 11,760 吨/年，锌精矿 26,280 吨/年。

## 三、晋升能源金属，供应刚性消费强劲，继续看涨锑价

### 1、锑价复盘：距历史高点仍存 30% 空间

从历史上看，在 2008 年由于金融危机导致出口需求下降、价格大幅下跌至历史低点后，锑价共历经三轮周期波动。

第一轮：2009 年-2011 年为上行周期，国家开始实施锑矿开采总量控制，加之战略收储行为以及 2010 年冷水江地区环保整顿等一系列影响供应面的措施，锑矿供给收缩；同时全球纷纷进行较大规模的经济刺激计划，需求端回暖，锑价最高点突破 11 万元/吨。2011 年-2016 年为下行周期，宏观经济增长弱势，供应相对过剩，此外锑锭走私严重，导致锑价持续下跌，跌破大部分企业的生产成本，部分企业减产甚至停产。

第二轮：2016 年-2017 年，前期停产效果开始显现，叠加对于环保政策收紧预期增强，锑价开启了新一轮上行周期；2018 年 7 月，昆明泛亚有色金属交易所案件进入公开审判，对其库存的锑、钨等有色金属低价拍卖带动锑价下行。

第三轮：2020 年底至今，锑价进入第三轮上行周期。供给端，锑矿产量逐年下滑叠加疫情影响下开工率偏低，锑锭持续去库；需求端，光伏玻璃用锑需求增加以及研发锑液体储能电池预期下，供需共同作用使得基本面出现较为明显

的供应短缺，成为锑价上涨动力。当前锑价已达到 8.7 万元/吨，距离历史最高点仍有 30% 的上涨空间。

图 10 锑价历史复盘



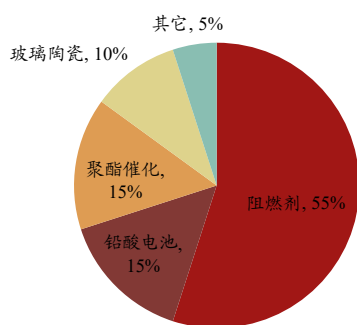
资料来源: iFinD、《浅析锑市十年》李艳艳、安泰科信息、招商证券

## 2、传统消费以阻燃剂为主，光伏玻璃带来新增需求

锑的传统下游消费主要分布在四大领域。阻燃剂为其主要应用场景，占比达到 55%；铅酸电池、聚酯催化和玻璃陶瓷分别占比 15%、15%、10%。锑系阻燃剂以三氧化二锑为主要成分，多作为卤系阻燃剂的协效剂使用，具有阻燃效率高、成本低的优势，但由于卤素具有一定毒性，短期内卤系、锑系阻燃剂价格优势显著，市场份额较高；长期可能被其它新型阻燃剂取代。

焦锑酸钠作为光伏玻璃澄清剂带来用锑需求新增长点。光伏玻璃为达到理想的发电效率，对于透光度具有很高的要求。然而锑是澄清剂里面绕不开的元素。以焦锑酸钠为主要成分的复合澄清剂，因为效果好、无污染，且价格低的优势，适配于光伏超白压延玻璃。同时，由于澄清剂只是个辅助剂，在光伏玻璃生产成本中占比很小，对于锑价敏感度较低。结合光伏装机高速增长、双玻组件渗透率逐渐提高的趋势，对于含锑光伏玻璃澄清剂的需求将快速提升。

图 11 锑下游消费结构



资料来源: 华经产业研究院、招商证券

### 3、供给相对刚性，需求持续增长，供需缺口逐步扩大

#### (1) 供给端

全球锑矿供给主要集中于中国、俄罗斯和塔吉克斯坦。2022 年全球锑矿产量为 11 万吨，其中中国锑矿产量为 6 万吨，占比 55%，占比最大；俄罗斯锑矿产量 2 万吨，占比 18%；塔吉克斯坦锑矿产量 1.7 万吨，占比 15%；其它国家和地区锑矿产量 1.3 万吨，占比 12%。

锑矿扩产周期长，供给相对刚性。锑矿的勘探与建设往往需要五年以上的时间，产能扩产周期较长。根据我们统计和调研了解，未来几年可增加的产能主要有华钰矿业持有 50% 股权的塔吉克斯坦塔铝金业康桥奇锑金矿，规划产能 1.6 万吨，2022 年 7 月正式投产；国内华钰矿业持有的柯月矿山，目前在办理程序的最后阶段，由于之后建设周期较短，预计今年投产概率较大，产能 2000 吨；英国远东锑业持有的俄罗斯 Solonechenskoye 锑矿仍处于在建状态，暂不确定投产时间，产能 6000 吨；美国米达斯黄金持有的斯蒂布耐特金锑矿量 6.74 万吨，预计 2026 年开始商业运营，矿山服务年限为 14.3 年。此外，部分在产锑矿出现减产枯竭，近年玻利维亚奥鲁罗金锑矿、澳大利亚蓝规金锑矿、俄罗斯奥林匹亚金锑矿均出现不同程度减产，预期产量减少。

#### (2) 需求端

阻燃剂：预计全球阻燃剂市场规模增速大约为 3%；并假设短期内卤系、锑系阻燃剂市场份额维持稳定，长期卤系、锑系阻燃剂占比小幅下降。则阻燃剂用锑需求基本持平，占比逐渐下降。

光伏玻璃澄清剂：预测全球光伏新增装机在 2022 年-2025 年分别为 250/350/420/500GW；根据 CPIA，双玻组件渗透率在 2025 年提升至 60%；澄清剂中焦锑酸钠添加比例一般为 0.2%-0.4%，假设取 0.25%。则光伏玻璃澄清剂用锑需求在 2022 年-2025 年分别为 1.80/2.50/2.98/3.48 万吨，占比分别为 13%/16.6%/19.2%/21.4%。

其它玻璃陶瓷、铅酸电池、聚酯催化、其它用量：预计需求相对维持稳定，占比逐渐下降。

#### (3) 供需缺口

预计供需缺口逐步扩大，2025 年将达到 3.31 万吨，占当年预测产量的 25.5%。

表 8：全球锑金属供需平衡表

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>供给 (万吨)</b>					
中国	6.10	6.00	6.06	6.14	6.16
俄罗斯	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
塔吉克斯坦	1.68	1.70	2.50	2.66	2.82
其它国家和地区	2.42	2.30	2.00	1.90	1.80
库存等	1.00	1.00	0.40	0.30	0.20
<b>合计锑供给量</b>	<b>12.20</b>	<b>12.00</b>	<b>12.96</b>	<b>13.00</b>	<b>12.98</b>
同比增速	-0.90%	-1.64%	8.00%	0.31%	-0.15%
<b>需求 (万吨)</b>					
阻燃剂	7.50	7.27	7.63	7.60	7.83
光伏玻璃澄清剂	1.21	1.80	2.50	2.98	3.48
其它玻璃陶瓷	0.56	0.55	0.56	0.56	0.56
铅酸电池	2.04	1.98	2.02	2.04	2.04
聚酯催化	1.64	1.59	1.62	1.63	1.63
其它	0.68	0.66	0.69	0.71	0.74
<b>合计锑需求量</b>	<b>13.63</b>	<b>13.85</b>	<b>15.03</b>	<b>15.54</b>	<b>16.29</b>
同比增速	-	1.60%	8.53%	3.40%	4.82%
<b>供需缺口 (万吨)</b>	<b>-1.43</b>	<b>-1.85</b>	<b>-2.07</b>	<b>-2.54</b>	<b>-3.31</b>

资料来源: Wind、CPIA、百川盈孚、华经产业研究院、立鼎产业研究网、《中国未来锡资源需求预测》罗英杰等、《浅谈降低光伏超白玻璃原料成本的方法》张荣辉、招商证券

## 四、盈利预测和估值

**产量假设:** 随着塔铝金业的达产, 柯月、埃塞提格雷以及贵州亚太泥堡的投产, 公司金、锡以及铅锌等矿产品未来几年产量持续扩大。

表 9: 公司主要矿产金属产量假设

合计金属量	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
锌, 万吨	2.1	1.8	2.8	3.4	3.7
铅, 万吨	1.6	1.5	2.2	2.8	2.8
锡, 万吨	0.3	0.4	1.4	2.1	2.1
银, 吨	55	50	76	100	100
金, 吨	0.0	0.5	1.0	2.5	3.5

资料来源: 公司公告、招商证券

**价格假设:** 2023 年和 2024 年市场均价均持平于 2023 年 1 月 1 日至 2 月 14 日均价。

表 10: 主产品价格假设

市场价格	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
电解锌(万元/吨)	1.99	2.23	2.11	2.11	2.11
电解铅(万元/吨)	1.36	1.36	1.36	1.36	1.36
锡锭(万元/吨)	5.82	7.01	7.04	7.04	7.04
白银(元/kg)	4586	4154	4558	4558	4558
金(元/g)	374	392	416	416	416

资料来源:

**其他假设:** 假设 2022 年贸易收入 3.5 亿元, 2023 年、2024 年持平。

以上假设条件下, 我们测算 2022 年、2023 年、2024 年公司归母净利润分别 2.1、4.2、7.8 亿元, 对应市盈率 45、23、12 倍。随着塔铝金业逐步达产, 柯月探转采后投产, 公司的矿产锡将从过去多年的 1 个主力在产矿山增加到 3 个, 产量逐步提升。同时公司也将贡献至少未来三年全球锡供应的主要增量。随着产量的爬升, 公司的单位市值对应的产量明显提升, 也即价格弹性逐步放大。2024 年弹性将明显领先。此外, 塔铝金业的投产, 标志着公司正式进入矿产金市场, 公司正在积极推进贵州亚太和塞尔维亚提格雷, 三个金矿达产后, 公司将年产矿产金 6-7 吨。首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。

表 11: 可比公司估值对比(亿元)

上市公司	市值	2022E 净利润	2023E 净利润	2024E 净利润	2022PE	2023PE	2024PE	PB	ROE (MRQ)	ROE (TTM)
湖南黄金	206	5.3	7.7	11.5	39	27	18	3.6	3.6	7.6
南化股份	42	0.2	6.8	8.8	228	6	5	12.5	12.5	17.7
驰宏锌锗	271	19.2	23.5	26.1	14	12	10	1.7	1.7	5.7
中金岭南	164							1.1	1.1	8.3
华钰矿业	90	2.1	4.3	7.8	42	21	11	3.1	3.1	4.7

资料来源: 公司公告、wind、招商证券

备注: 南华化工 2022 年净利润为公司公告业绩预告均值。其他除华钰矿业之外的公司净利润为 wind 一致预期。

表 12: 主要矿产锡采选公司对比

上市公司	市值, 亿元	权益资源量, 万吨	2022E 产量, 万吨	2023E 产量, 万吨	2024E 产量, 万吨	市值/权益资源量	市值/23 年权益产量	市值/24 年权益产量
------	--------	-----------	--------------	--------------	--------------	----------	-------------	-------------



上市公司	市值, 亿元	权益资源量, 万吨	2022E 产量, 万吨	2023E 产量, 万吨	2024E 产量, 万吨	市值/权益资源量	市值/23年权益产量	市值/24年权益产量
兴业矿业	126	19.7	0.1	0.2	0.2	6.4	843	843
湖南黄金	206	29.3	2.0	2.0	2.0	7.0	103	103
南化股份	42	15.3	0.3	0.4	0.5	2.8	106	84
华钰矿业	90	30.3	0.4	0.9	1.3	3.0	96	69

资料来源：公司公告、wind、招商证券

备注：公司产量和资源量均指权益量。

图 12: 华钰矿业历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 13: 华钰矿业历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

## 五、风险提示

### 1、在建和拟建项目进展不及预期，新投产项目产量爬坡不及预期。

塔铝金业于 2022 年 4 月竣工试生产，年中正式投产。今年预计塔铝金业产能逐步释放。项目达产后年处理矿石量为 150 万吨，年产锑精矿 1.6 万金属吨、金锭 2.2 金属吨，将显著提升公司的盈利能力。此外，公司正在积极推进柯月等矿山探转采的工作。采矿权的申领进度是矿山投产进度的关键。此外，公司在埃塞俄比亚的金矿项目也容易受到当地政局的影响。

### 2、锑、金、铅、锌、银等主产品价格大幅下跌风险。

锑、金、铅、锌、银等主产品价格很大程度上决定了公司的利润水平。受世界经济、政治、需求、周期性等因素的影响，有色金属价格存在着不确定性，有色金属价格的波动将导致公司的经营业绩存在不确定性。

### 3、海外经营风险

公司已在塔吉克斯坦、埃塞俄比亚设有合资公司。随着海外拓展的步伐不断加快，公司面临文化差异、法律体系差异、劳资矛盾、沟通障碍以及海外业务管理等因素带来的风险。以外还面临汇率变化引起的汇兑损益风险。

### 4、二级市场波动风险

### 5、负面舆情和可能因此带来诉讼的风险

公司因未按规定披露关联方及关联交易、未及时披露控股股东股份被司法拍卖情况，2021 年 9 月中国证券监督管理委员会西藏监管局决定对公司及道衡投资进行立案调查。公司于 2021 年 12 月 30 日收到中国证券监督管理委员会西藏监管局《行政处罚决定书》〔2022〕1 号。公司于 2022 年 7 月 21 日被上海证券交易所出具《关于对西藏华钰矿业股份有限公司及有关责任人予以通报批评的决定》（[2022]95 号）。

立信会计师事务所（特殊普通合伙）出具了否定意见的《2020 年度内部控制审计报告》，认为华钰矿业按照规范和指引建立并实施了企业内部控制，但 2019 年度、2020 年度日常关联交易因公司管理层对关联关系缺乏专业准确判断，

导致公司未能及时识别关联关系并履行审议程序及披露义务述情况导致华钰矿业的关联交易授权与批准的内部控制存在重大缺陷。2021年4月30日到2022年5月26日，公司股票被实施其他风险警示。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	345	309	310	487	879
现金	33	79	131	157	399
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	106	88	165	249
应收款项	111	1	0	0	0
其它应收款	2	3	2	4	7
存货	53	65	43	75	98
其他	146	56	46	86	127
<b>非流动资产</b>	4569	4692	5094	5465	5806
长期股权投资	267	495	495	495	495
固定资产	898	1320	1937	2501	3016
无形资产商誉	2166	2143	1929	1736	1563
其他	1238	734	733	733	733
<b>资产总计</b>	<b>4915</b>	<b>5002</b>	<b>5405</b>	<b>5952</b>	<b>6686</b>
<b>流动负债</b>	1013	1023	1176	1273	1079
短期借款	120	126	519	367	0
应付账款	240	331	249	433	560
预收账款	217	61	46	80	104
其他	436	504	361	393	415
<b>长期负债</b>	724	645	645	645	645
长期借款	228	165	165	165	165
其他	496	480	480	480	480
<b>负债合计</b>	<b>1737</b>	<b>1668</b>	<b>1821</b>	<b>1918</b>	<b>1724</b>
股本	555	555	555	555	555
资本公积金	686	702	702	702	702
留存收益	1275	1423	1636	1993	2647
少数股东权益	662	654	691	785	1058
归属于母公司所有者权益	2516	2680	2893	3249	3904
<b>负债及权益合计</b>	<b>4915</b>	<b>5002</b>	<b>5405</b>	<b>5952</b>	<b>6686</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	543	259	454	1043	1514
净利润	47	135	250	514	1053
折旧摊销	94	104	330	362	392
财务费用	37	40	(84)	50	28
投资收益	2	1	11	11	11
营运资金变动	366	(25)	(38)	94	20
其它	(2)	5	(14)	12	10
<b>投资活动现金流</b>	(488)	(211)	(751)	(751)	(751)
资本支出	(226)	(251)	(740)	(740)	(740)
其他投资	(262)	40	(11)	(11)	(11)
<b>筹资活动现金流</b>	(90)	(2)	348	(266)	(522)
借款变动	(148)	50	264	(152)	(367)
普通股增加	29	0	0	0	0
资本公积增加	223	15	0	0	0
股利分配	0	0	0	(64)	(126)
其他	(194)	(68)	84	(50)	(28)
<b>现金净增加额</b>	<b>(35)</b>	<b>47</b>	<b>52</b>	<b>26</b>	<b>242</b>

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	2379	1408	1166	2193	3309
营业成本	2034	1000	753	1307	1692
营业税金及附加	20	19	16	30	45
营业费用	1	1	1	2	3
管理费用	163	154	163	175	199
研发费用	4	2	1	2	4
财务费用	57	52	(84)	50	28
资产减值损失	(47)	(15)	0	0	0
公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0
其他收益	1	0	0	0	0
投资收益	(2)	(1)	(11)	(11)	(11)
<b>营业利润</b>	52	164	304	615	1327
营业外收入	17	11	0	0	0
营业外支出	12	7	8	8	8
<b>利润总额</b>	57	168	296	607	1319
所得税	10	33	46	93	266
少数股东损益	(25)	(16)	38	94	272
<b>归属于母公司净利润</b>	72	151	213	421	781

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	57%	-41%	-17%	88%	51%
营业利润	-55%	213%	85%	102%	116%
归母净利润	-42%	108%	41%	98%	86%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.5%	29.0%	35.4%	40.4%	48.9%
净利率	3.0%	10.7%	18.2%	19.2%	23.6%
ROE	3.1%	5.8%	7.6%	13.7%	21.8%
ROIC	2.5%	4.7%	4.7%	12.8%	22.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	35.3%	33.3%	33.7%	32.2%	25.8%
净负债比率	10.0%	8.4%	12.7%	8.9%	2.5%
流动比率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.8
速动比率	0.3	0.2	0.2	0.3	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.3	0.2	0.4	0.5
存货周转率	37.3	16.9	13.9	22.0	19.6
应收账款周转率	12.3	13.0	12.0	17.3	16.0
应付账款周转率	9.4	3.5	2.6	3.8	3.4
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.13	0.27	0.38	0.75	1.39
每股经营净现金	0.97	0.46	0.81	1.85	2.69
每股净资产	4.47	4.77	5.14	5.78	6.94
每股股利	0.00	0.00	0.11	0.22	0.42
<b>估值比率</b>					
PE	133.8	64.3	45.5	23.0	12.4
PB	3.8	3.6	3.3	3.0	2.5
EV/EBITDA	62.4	37.9	21.6	11.5	6.8

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**刘文平：**招商证券有色金属首席分析师。中科院理学硕士，中南大学本科。10年有色金属和新材料研究和投资经验。曾获金牛最佳分析师、水晶球最佳分析师、金翼分析师、同花顺最具影响力分析师、wind最具影响力分析等。

**刘伟洁：**招商证券有色研究员。中南大学硕士，11年有色金属行业研究经验。2017年加入招商证券。

**赖如川：**招商证券有色研究员。中国人民大学金融硕士、理学学士，曾就职于中国银行总行。2021年加入招商证券。

**杜开欣：**招商证券有色研究员。香港中文大学会计理学硕士，吉林大学本科，中国注册会计师（CPA）。2021年加入招商证券。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

**强烈推荐：**预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

**增持：**预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

**中性：**预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**减持：**预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

**推荐：**行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

**中性：**行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。